

1991年中の対内外証券投資の動向

(目 次)

はじめに

1. 対内外証券投資（流通市場）の動向

- (1) 対内株式投資
- (2) 対内債券投資
- (3) 対外株式投資
- (4) 対外債券投資

2. 発行市場の動向

- (1) 非居住者による円建外債等の発行
- (2) 居住者による外債の発行

3. わが国を巡る資本フローの変化について おわりに

[付論] 国際収支統計利用上の留意点

はじめに

1991年のわが国の国際収支については、2つの大きな特徴を指摘することができる。1つは経常収支の黒字（90年358億ドル→91年726億ドル）が、90年まで数年続いた縮小傾向から転じ大幅な拡大を示したこと（注1）

（この間、貿易収支の黒字は1,033億ドルと既往ピーク<87年964億ドル>を更新）。第2に、長期資本収支が、対内外証券投資（注2）の流入超（黒字）への転化を主因に80年（流入超23億ドル）以来11年ぶりに黒字（同366億ドル、既往最大）を計上したことである。

図表1に示したとおり、わが国の国際収支は、80年代央以降一貫して経常収支の大幅黒字と、それを上回る長期資本収支の赤字（資本の流出）により特徴づけられてきたが、91年はこうした

パターンとは大きく異なる動きを示した（経常収支と長期資本収支が同時に大幅な黒字を記録したのは現行の方式<IMF・月次公表ベース>で国際収支統計の作成を開始した1965年以来初めて）。このように昨年中わが国を通ずる資本のフローには大きな変化がみられたが、とりわけ長期資本収支の黒字転化をもたらした対内外証券投資の動向が内外金利や為替相場との関連もあって注目を集めることとなった。

そこで本稿では、91年中の発行市場を含めた対内外証券投資の動向とその背景を概観するとともに、同年中の資本収支全体の動きについてもその国際収支統計上の留意点を含めて若干の考察を試みた。

各論に入る前にあらかじめ91年中の対内外証券投資動向を要約する（図表2）と、まず

（注1）91年中の経常収支の黒字拡大には、金輸入の減少、原油価格の反落といった一時的ないし特殊な要因が大きく寄与。最近の経常収支黒字の拡大とその背景等についての分析は、日本銀行月報91年11月号掲載論文「最近の対外収支動向について」参照。

（注2）対内外証券投資は、一般的には流通市場を経由した取引（既発債・株式の売買）のみを指すことが多いが、国際収支統計上では発行市場における居住者の外債および非居住者の円建外債等の発行・償還の計数が含まれる。

(図表1)

国際収支の推移

(単位 億ドル、△は赤字または資本の流出超)

	経常収支		長期資本収支		その他の収支 項目				誤差脱漏 - (A+B+C)
	(A)	うち 貿易収支	(B)	うち対内外 証券投資	(C) <i+ii>	短期資本収支 <i>	金融勘定 <ii>	うち為銀部門	
1980年	△107	21	23	94	115	31	84	131	△ 31
81	48	200	△ 97	44	44	23	21	64	5
82	69	181	△ 150	21	34	△ 16	50	0	47
83	208	315	△ 177	△ 19	△ 52	0	△ 52	△ 36	21
84	350	443	△ 497	△ 236	109	△ 43	152	176	37
85	492	560	△ 645	△ 430	114	△ 9	123	108	40
86	858	928	△1,315	△1,014	432	△ 16	448	585	25
87	870	964	△1,365	△ 938	534	239	295	718	△ 39
88	796	950	△1,309	△ 667	485	195	290	445	28
89	572	769	△ 892	△ 280	541	208	333	86	△220
90	358	635	△ 436	△ 50	287	215	72	△136	△209
91	726	1,033	366	410	△1,027	△264	△764	△935	△ 65

(注) 海外との資本の流出入関係が見やすいように、公表ベースの国際収支統計を組替えて作成。「その他の収支項目」とは、短期資本収支+金融勘定を表わし、金融勘定における符号は公表計数と逆転している（本表上金融勘定の△は対外支払ポジションの好転<資産の増加および負債の減少>を示すが、通常はポジションの悪化を示す）。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(図表2)

長期資本収支の推移

(単位 億ドル、△は資本の流出超)

	長期資本収支	対外証券投資			対内証券投資			対内外証券 投資(流通 市場経由)	(参 考)	
		流通市場経由 (A)		発行市場経由	流通市場経由 (B)		発行市場経由		対外直接投資	対外借款 (円借款・中長 期現地貸等)
		株 式	債 券	円建外債等	株 式	債 券	外 債			
1985年	△ 645	△ 10	△535	△53	△ 7	45	129	△ 506	△ 65	△104
86	△1,315	△ 70	△930	△19	△158	△ 21	184	△1,179	△145	△ 93
87	△1,365	△169	△729	20	△428	67	301	△1,259	△195	△162
88	△1,309	△ 30	△858	19	68	△216	351	△1,036	△342	△152
89	△ 892	△179	△941	△12	70	24	757	△1,026	△441	△225
85~89 (年平均)	△1,105	△ 92	△799	△ 9	△ 91	20	344	△1,001	△238	△147
90	△ 436	△ 63	△290	△45	△133	170	309	△ 315	△480	△222
91	366	△ 36	△682	△25	468	212	472	△ 38	△312	△135
1~ 3月	107	5	△134	△13	175	14	91	60	△107	△ 47
4~ 6	△ 71	△ 28	△224	△14	41	63	118	△ 148	△ 82	△ 35
7~ 9	308	△ 1	△111	△ 1	152	95	133	135	△ 57	△ 13
10~12	22	△ 11	△213	3	100	40	130	△ 85	△ 65	△ 40

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

流通市場では、対外証券投資が投信等を中心とした欧州債等高利回り債への債券投資活発化を映じ、流出超幅を大幅に拡大したものの、一方で対内証券投資が、本邦金融緩和期待や本邦株式に対する割安感の台頭を受け、株式および債券のいずれも既往ピークの流入超幅を記録（株式については前年の売越しから買越しに転化）した。このため、全体の流出超幅（前掲図表2の「A+B」）は、80年代後半の年間平均1,000億ドル程度から、90年に300億ドル台に急減した後、91年には38億ドルと一段の縮小をみた。

また発行市場では、非居住者による円建外債等の発行は、リバース・デュアル債を中心に発行超（本邦資本の流出）額が4割方縮小した一方、居住者の外債発行は、転換社債やワラント債発行によるエクイティ・ファイナンスが低調な中、普通社債の大幅増を主因に高水準の発行超（外国資本の流入）を記録している。このため、発行市場全体としては447億ドルの大幅な資本の流入となっている。

このように、昨年中の対内外証券投資は流通市場経由分（流出超幅縮小）、発行市場経由分（流入超幅拡大）のいずれもが、長期資本収支全体の黒字化の主役となった。

以下では、91年中の動きを中心に流通市場（対内外別、株式・債券別）および発行市場（居住者、非居住者別）の特徴についてやや詳しくみていくこととする。

1. 対内外証券投資（流通市場）の動向

（1）対内株式投資（図表3）

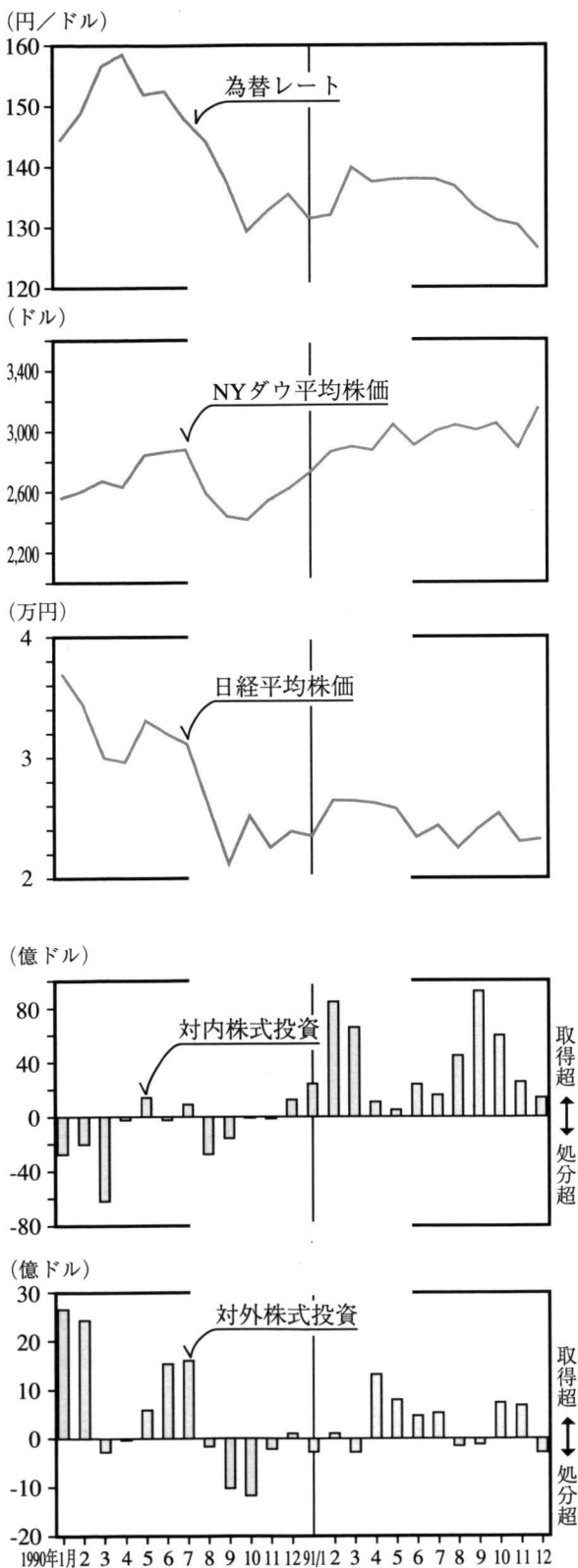
91年中の非居住者による対内株式投資は、前年とは様変わりの取得超となっており、長期資本収支の黒字転化をもたらした大きな要因の一つと位置づけられる。

90年には2度にわたる株価下落（2～3月<トリプル安>、8～9月<湾岸危機>）が外国投資家に嫌気され、本邦株式の処分が勝る展開が続いたが、その後も株価の低迷状態が続いた結果、それまでの国際的な割高感が是正され、むしろNY、ロンドン等世界の主要市場と比べて割安感が台頭したことから90年末ころを境に対内株式投資は取得超傾向に転じた。

91年入り後の動きをみると、年初から春先にかけ株価回復とほぼ軌を一にして取得超（流入超）幅が拡大したあと、4～5月（本邦株価の割安感後退）および年末（本邦企業の業績悪化懸念）には取得超幅が縮小をみたものの、年間を通じ一貫して取得超ペースを持続した。この結果、非住居者による株式投資は年間で468億ドルの取得超と、90年の処分超（133億ドル）から一転して既往ピークの取得超（従来ピーク<89年>、70億ドル）となった。

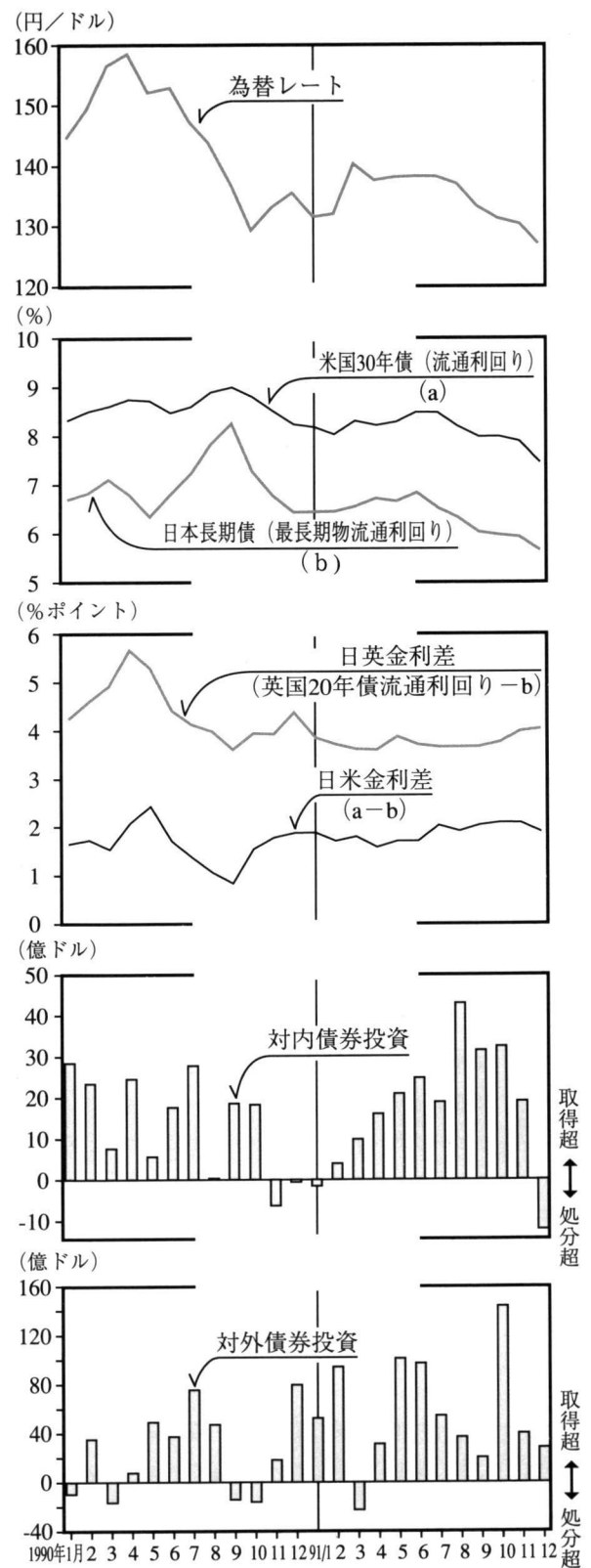
このように非居住者による本邦株式投資が大幅な取得超に転じた基本的な背景として、80年代後半に本邦株価が急ピッチで最高値を更新し続ける中で非居住者が日本株の大量処分を行い、年金基金等欧米機関投資家のポートフォリオに占める日本株のウェイトが低下していたことが挙げられよう。

(図表3) 対内・対外株式投資の推移



(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(図表4) 対内・対外債券投資の推移



(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

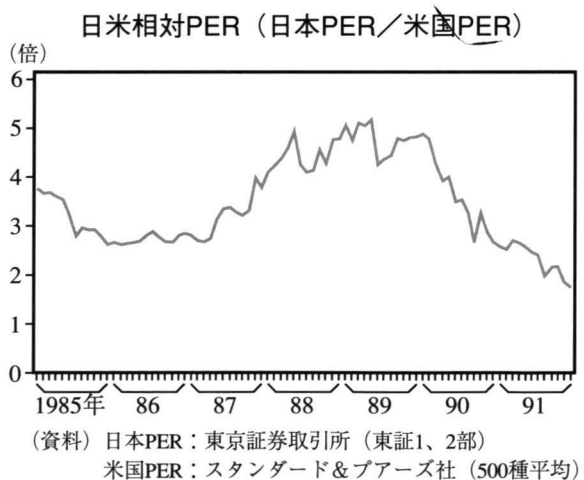
90年以降、本邦株価の下落により日本株の割高感は急速に後退（注3）したが、当初はいわゆるトリプル安の中で日本経済のファンダメンタルズへの不信が台頭し、むしろ日本株の処分を増加させることとなった。しかし、同年末にかけて、日本経済への信頼が回復、かたがた海外市場での株高もあって日本株の割安感が高まり、これが非居住者の本邦株式ポートフォリオ復元の動きをもたらした。昨91年の6月以降、いわゆる証券不祥事が明らかになり国内株式市場が冷え込む中であって、こうした非居住者による買いが株価を下支えした面があると考えられる（注4）。

この間、91年中における株式の現物価格と先物価格の動きをみると、図表5に示すように現物の株価をベースに算出される先物価格

の理論値を実際の先物価格がかなり上回る局面が多くみられ、この乖離を利用した現物・先物両市場間の「裁定取引」が活発化した。非居住者がこうした裁定取引ポジションをどの程度造成していたかを特定することは困難であるが、先物のみならずオプション取引絡みとみられる非居住者の大量の売買が、株式相場に大きな影響を与えたとされる局面が再三みられた。

もっとも、こうした裁定取引に絡む現物購入は一定期間内には反対売買すなわち現物売却を伴うのが通例であり、取得および処分それぞれのグロスベースの取引額を膨らましてはいるものの、裁定取引をそのままネットの資本流入要因ととらえることは適當ではない（注5）。

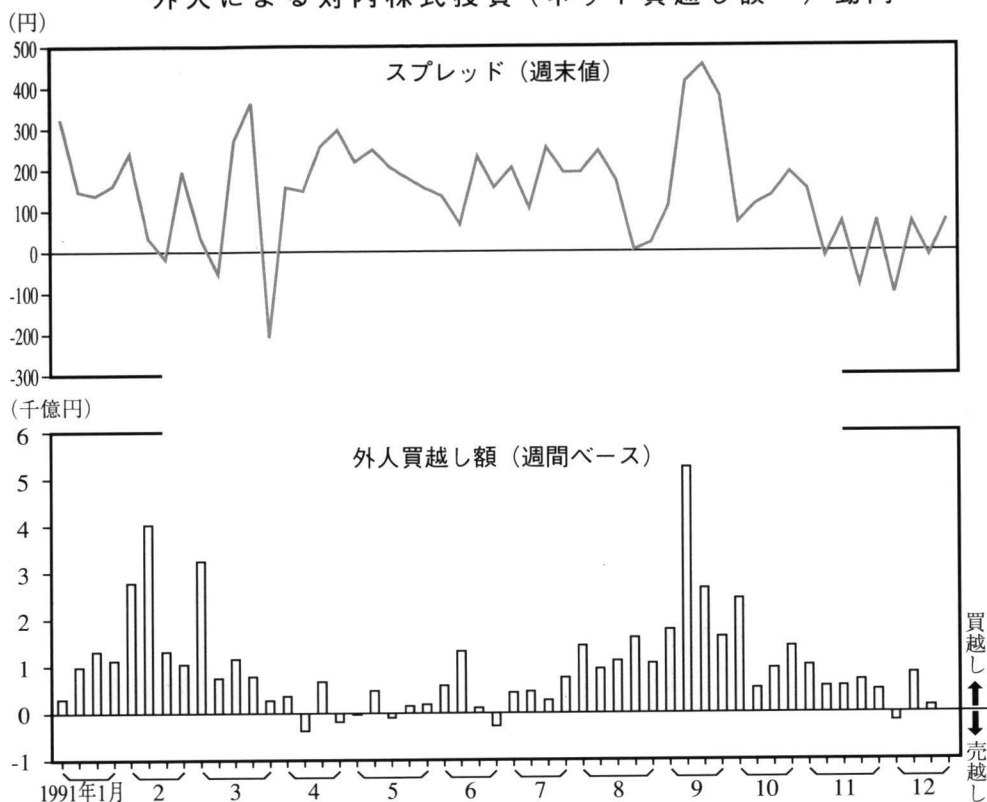
（注3）日本株の国際的な割安感の強まりをみるために、1つの参考計数として日本のPER（株価収益率）を米国のPERで除した日米の相対PERをみてみると、89年に5倍程度にまで上昇（ピーク<89年5月>、5.1倍）したが、本邦株価の急落を受けて急低下（90年末、2.6倍）。91年入り後も米国株価上昇の一方、本邦株価が低迷したことから、同年末には1.7倍とピーク時の3分の1の水準にまで低下している。



（注4）ちなみに、東証第一部の売買高に占める「外人（総合証券会社の委託注文分）」のウエイトをみると、90年（<株数ベース>買付け8.0%、売付け9.7%）から91年（同14.3%、10.2%）にかけてとくに買付けがかなり上昇しており、相場形成の面でも非居住者の果たした役割が大きかったことがうかがわれる。

（注5）昨年中は図表5にみられるとおり、外人の買いが膨らんでいたときには先物価格と同理論価格の差が大きく開いていたという現象がみられた。ただ、東証が発表している裁定買残は、91年末時点でドル換算ベースで90億ドル程度に上るが、これはすべて91年中に造成されたものではなく、また本邦証券会社の中にも昨年後半にかけ裁定取引への取組み姿勢を強める先がみられたこともあり、裁定取引が91年中の非居住者による取得超額（468億ドル）に与えた影響は比較的軽微であったと思われる。

(図表5) 91年中における日経平均株価指数先物スプレッド*の推移と
外人による対内株式投資（ネット買越し額**）動向



(注) * 日経225（大証）先物価格－同先物理論価格（現物価格＋資金調達コスト
＜利息…新発CD金利＞－配当利回り）

** 総合証券会社経由（第1部）の外人買越し額。資料は東証統計月報。

(2) 対内債券投資（前掲図表4）

非居住者による対内債券（中・長期債）投資は、年初本邦債券市況の高騰を受けた利食い売りの動きがみられ低調であったものの、春先以降は、①一部海外中銀等によるポートフォリオ組入れが目的とみられる残存4～5年の比較的高利回りゾーンを中心とした国債取得が増加したことに加え、②わが国の金融緩和に対する根強い期待が底流する中、本邦国債指標銘柄に対して幅広い買いが入ったこと等を背景として、年間の取得超（流入超）額は212億ドルと既往ピークであった前年の水準（170億ドル）を大幅に更新している。

この間、対内債券投資については、株式と同様海外投資家による裁定取引絡みの本邦国債取得・処分が活発化したほか、長期国債を使って短期の利鞘獲得を狙ったディーリングを行う向きもみられた。とくに7～10月ころにかけて内外金利差がむしろ拡大する中での対内債券投資の急増には、この間の本邦金利先安観と円相場先高観を背景とした短期のキャピタル・ゲインの獲得を狙った購入がかなり含まれていたと思われる。年末に至り対内債券投資が処分超に転じたのは、当該の短期ディーリングが手仕舞われたことを示すものといえよう。こうした取引の原資の中には、本邦短期金利の低下に伴いユーロ

円預金、本邦TB（短期国債）等で保有されていた短期の円資産からシフトしたのも少なくなかったとみられる。このように長期資本収支に実質的には短期ディーリング狙いの取引が一部計上されている点には、国際収支統計を利用する際留意する必要があるだろう。

（３）対外株式投資（前掲図表３）

居住者による対外株式投資は、米国、英国の金利先安観等を背景とした株価急上昇を眺め海外株式を取得する向きがみられたものの、一方で、海外株価に対する相対的な割高感を抱く先が米国株を中心に利食い売りを行う動きもみられ、売買が交錯する中、取得・処分額のいずれも減少し、ネットでも取得超（流出超）幅を前年比縮小（63億ドル→36億ドル）するなど相対的に低調裡に終始した。とくに、米国株価が年末にかけ高騰した時期には、本邦投資家は新規購入を手控え、むしろ利食い売りに傾斜するスタンスを示しており、この点、本邦

株価が相対的に上伸力に乏しい展開をたどった中で非居住者が積極的に本邦株式を購入したのは対照的な動きであった。これについては、機関投資家等が決算期を控え、キャピタル・ゲインの獲得を狙って外国株の売却を積極化したことも影響したものとみられる。

（４）対外債券投資（前掲図表４）

居住者による対外債券（中・長期債）投資は、80年代後半を通じ金融資本市場の自由化・国際化が進展する中で、内外金利差がかなり開いていたこともあって大幅な流出超を記録したが、90年にはわが国の長期金利上昇を主因として内外金利差が大幅に縮小したことを受け、米国債を中心として流出超幅を大幅に縮小した。

91年の状況を見ると、以下にみられるとおり、外貨調達先（注6）が米国債券市況上昇を眺めて利食い売りを積極的に行ったものの、円投先の中には本邦長期金利の低下を背景に欧州債等の高利回り債を中心に積上げを図る

（注6）対外債券投資については、投資主体を投資原資の調達方法により「円投先」と「外貨調達先」に分類することが可能である。前者は、原資として国内の円資産を振向けるタイプの投資家であり、生・損保、信託銀行の信託勘定、投信、政府機関（簡保等）、一般事業法人が含まれる。一方後者は、外貨の短期資金を借入れて原資に当てることが多いタイプの投資家で、銀行（信託銀行の銀行勘定を含む）、証券会社が含まれる（銀行＜為銀＞は外貨の債権・債務の差額を一定限度内に抑えるという直先総合持高規制の対象となっているため、円を原資に外貨建て投資を行うことが制限されている）。一般的には、円投先は、為替リスクを勘案しつつ（為替予約でのヘッジも実施）、内外金利差に着目した投資を行うことが多い一方、外貨調達先は投資対象通貨のイールドカーブ（長短スプレッド）に着目した投資が多いとされるが、最近では情報化や技術革新の進展を背景に、両者とも裁定取引やディーリング取引等を機動的に行っている。

向きが多くみられたことから、年間の取得超（流出超）額は682億ドルと前年(290億ドル)比2倍以上の拡大をみている。こうした動きを主体別にブレイク・ダウンすると次のとおり（図表6）。

①投資信託では、91年入り後、本邦株式相場の低迷を映じて株式投信の販売が伸び悩む中、各証券会社が投信販売の目玉として外債型公社債投信の販売に注力し、これを受けて外債ファンドの設定が急増したことに伴い、外債ファンドに組込む米国モーゲージ債、カナダ、豪州、欧州債等の高利回り債の取得を活発化した（なお、90年中は、88年に大量設定された外債ファンドの解約売りに伴い、投信による米国債等の処分がかさんでいる）。

②信託銀行では、信託勘定のポートフォリオ利回り維持の観点から、大量償還期を迎えつつある本邦ハイ・クーポン国債を高利回りの欧州債、ユーロ円債等へ乗換える動きがみられた。

③生命保険をみると、80年代後半、外債投資規制緩和（総資産に占める外国証券の上限、85年末10%→86年末30%）に伴い米ドル債を中心に積極的な外債投資を行ってきたが、90年ころに至り規制緩和後の急速な投資残高積上げが一巡する一方、それまで対外債券投資の誘因となっていた（i）大幅な日米金利差、（ii）一時払養老保険等貯蓄性商品を中心とする調達資金の増加といった要因が減衰する中で、一段の外債積上げに対しては総じて慎重な姿勢を堅持してきた。とくに90年には日米金利差の急速な縮小および円相場の急騰を背景として、同年秋口以降米ドル債を主体とする大量の保有外債処分を行っている。しかし91年春先までにこうした動きは一巡した一方、国内需資の増勢が鈍化し、長短金利が低下したことから、91年後半以降欧州債をはじめとする海外のハイ・クーポン債の取得が増加した。この間、本邦株価下落に伴う株式含み益の減少により生保の為替変動に対

（図表6） 機関投資家による外国証券投資（総資産に占めるシェア）

（単位：%）

	1980～85年平均	86年末	87年末	88年末	89年末	90年末	91年末
銀行	1.00	2.24	2.23	2.10	2.30	2.62	2.41
信託	2.14	7.53	7.94	7.14	7.48	7.51	9.19
生保	6.35	11.70	13.73	14.15	15.43	13.53	12.44
損保	5.37	11.20	10.38	10.42	11.59	12.21	12.00
投信	3.55	12.50	9.25	9.08	8.23	7.88	12.50

（注）信託は銀行勘定および信託勘定の合計。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

するバッファーが減少、これが90年春先までの円安進行過程で対外債券投資を一段と消極化させたが、91年後半には、ドイツ等における金利上昇に伴い、対円での欧州通貨堅調予想が台頭したことも生保による欧州債取得を促したと考えられる。

- ④このほか証券会社等では、本邦企業が大量発行したユーロ円債の取得を進めたが、こうしたユーロ円債は、発行後90日間の本邦への還流制限期間を経た後、その大部分が国内に持込まれ、生保や中小金融機関等に販売されている。ユーロ円債を始めとする本邦企業発行の外債の国内還流については、国際収支上本邦資本の流出要因となっているが、発行時点では外国資本の流入としてカウントされているので、一定期間をとれば長期資本収支への影響はニュートラルとなる。

このように円投先が欧州債等高利回り通貨債を中心に外債投資に対し比較的前向きであった反面、外貨調達先では、金融機関が自己資本比率・収益重視姿勢の強化に伴い対外資産の積上げを抑制していることから、外債投資についてもリスク・ウエイトの高い社債等を中心に整理を図ったうえ、米国債券市況の上昇を受けここ数年来買上げてきた米国債の利食い売り等を積極的に行う先が少なからずみられた。

この間、一時期本邦勢が引受け主体として大きな役割を果たしていたとされる米国国債

の定例入札（クォーターリー・リファンディング）についても、米国長期金利と本邦長期金利との格差が、年中を通じ概ね2%程度とひとところに比べ低水準に終始する中、とくに、米国金利の低下傾向が顕著だった年後半における入札に対しては慎重な投資スタンスを示す向きが多かった。

2. 発行市場の動向

（1）非居住者による円建外債等の発行（図表7）

非居住者による円建外債等の発行についてみると、円建外債は、国内投資家の中に国際情勢の不安定化を眺め引続き発行体のリスクを重視した購入スタンスで臨む先が少くない状況下、国際機関等発行体が発行コストの有利なユーロ市場での資金調達を優先さ

（図表7） 非居住者による円建外債等の発行・償還の推移

（単位 億ドル、△は資本の流出超）

	発 行	償 還	尻
1987年	△ 40	60	20
88	△ 60	79	19
89	△ 94	82	△ 12
90	△ 83	39	△ 45
91	△ 50	26	△ 25
91/1～3月	△ 17	3	△ 13
4～6	△ 19	6	△ 14
7～9	△ 5	4	△ 1
10～12	△ 9	12	3

（資料）日本銀行「国際収支統計月報」

せたことから、前年を若干下回る発行となった。また、前年急増をみた外貨建外債は、リバース・デュアル債（注7）の発行が決算評価厳正化の機運の中で、決算時における上場債から非上場債への入れ替え取引が減少したこと等を受け大幅な減少をみており、この結果、全体の発行は50億ドルと前年比4割方減少し、発行超（流出超）額も大幅に縮小（45億ドル→25億ドル）した。

なお、円建外債については、途上国等への民間資金還流を促す観点から6月に適債基準が緩和（従来格付A格以上→トリプルB格以上）され、これを受けた起債が2件みられた。

（2）居住者による外債の発行（図表8）

居住者による外債発行は、エクイティ関連債（転換社債、ワラント債）が低調裡に推移したものの、ユーロ円債を中心として普通社債が高い伸びを示し、発行額は総額665億ドルと前年（389億ドル）を7割方上回り、既往ピークの89年（884億ドル）に次

ぐ高水準に達した。一方、既発債の償還は、満期を迎える外債が前年を上回る水準で推移したことに加え、9月にはプットオプション行使による転換社債の期限前償還が集中した（注8）こともあって、全体では193億ドルと既往ピークを記録した。この結果、居住者による外債発行超（流入超）額は前年比5割強の拡大（309億ドル→472億ドル）となった。

（図表8）居住者による外債の発行・償還の推移

（単位 億ドル、△は資本の流出超）

	発 行	償 還	尻
1987年	375	△ 74	301
88	440	△ 89	351
89	884	△126	757
90	389	△ 80	309
91	665	△193	472
91/1～3月	128	△ 37	91
4～6	161	△ 44	118
7～9	203	△ 70	133
10～12	172	△ 42	130

（資料）日本銀行「国際収支統計月報」

（注7）払込み・償還を円、利払いを外貨（主として豪ドル）とする二重通貨建債（初の起債は89年11月）。90年中は①元本に為替リスクがないこと、②利払いについては為替リスクがあるとはいえ比較的高いクーポンが設定されていたこと、③非上場債であるため決算時に時価評価を行う必要がないこと、等が国内の投資家に評価され本邦内での発行が急増した。

（注8）昨年9月には、88年末から89年にかけて発行された大量のスイスフラン建て転換社債のプットオプション（投資家サイドの選択により、満期償還前の指定期日に、株式への転換権を放棄し、一定のプレミアムを上乗せした価格での償還を請求できる権利）の行使日が集中して設定されており、株式市況が低迷する中、転換によるキャピタル・ゲインの獲得を断念した投資家がプレミアムの支払を受けるため、一斉にプットオプションの行使による期限前償還を図ったものの。

この間、発行状況の内訳をみると(図表9)、まずエクイティ関連は本邦株式市況が夏場以降低迷を続けた中、企業業績の先行きに対する不透明感が強まったことも加わって、企業の起債姿勢は前年に比べても一段と慎重化、このため発行市場は全般に盛上がりを欠く展開となり、ワラント債が一時的に増加をみたものの本格的に回復するには至らなかった。

転換社債については、投資家の人気離散に歯止めがかからず発行コストの上昇が避け得なかったため、起債を見送る企業が多く、発行額は全体で30億ドルと不振であった前年(57億ドル)をさらに5割方下回った。

ワラント債は、年前半の株価反発局面をとらえ、コストが割安であるユーロドル・ワラント債の発行に踏切る動きが一時的に集中したほか、DM建てやスイスフラン建てのワラント債の発行も前年を大幅に上回ったことにより、

発行額は293億ドルと前年(203億ドル)比4割方の増加となった。もっとも、秋口以降は株価低迷を受けて起債環境が悪化したため、発行ペースは急速に鈍化した。

一方、普通社債の発行はきわめて活発で、発行額は335億ドルと既往ピーク(90年、134億ドル)を更新、この結果、普通社債が外債発行全体に占める割合も、50.9%と前年(34.0%)を大きく上回った。これは主として、発行体サイドに過去の積極的なエクイティ・ファイナンスの償還資金の手当てを早めに図りたいとのニーズが強かったことを背景に、①前述のエクイティ関連の起債困難化に対応した発行シフト、②本邦債券市況の高伸を映じた発行コストの低下、③4月に施行された商法等の改正に伴う社債発行限度額の拡大等の動きが相まって大幅に増加したものとみられる。また、とくに本邦企業発行のユーロ円債はその大部分

(図表9) 居住者の外債発行状況
(通貨・形態別〈調印ベース〉)

(単位 億ドル)

	合 計		形 態 別			普通社債の ウエイト (%)
		うち ユーロ円債	転換社債	ワラント債	普通社債	
1987年	373	32	65	215	94	25.2
88	441	0	75	285	81	18.4
89	883	1	127	671	86	9.7
90	394	53	57	203	134	34.0
91	658	236	30	293	335	50.9
91/1~3月	122	53	1	49	72	59.0
4~6	173	36	5	108	61	35.3
7~9	207	61	17	101	89	43.0
10~12	155	86	7	35	113	72.9

(注) 調印ベースであるため、図表8の発行額(払込みベース)とは一致しない。
(資料) 大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」

が最終的には本邦投資家によって購入されているが、生保をはじめとする国内の投資家にとっては、日米の長期金利格差がひとところに比べ大幅に縮小する中、為替リスクがなく安定した利払いを受けられる商品としてユーロ円債の魅力が相対的に高まり、消化環境が良好であったことも発行増の要因の一つになっていたと考えられる。

3. わが国を巡る資本フローの変化について

以上の結果、1991年における対内外証券投資（流通市場と発行市場の合計）は、前年（50億ドルの流出超）とは様変わりになりネット410億ドルの流入超となった。既に述べたように昨年の長期資本収支は、11年ぶりに黒字に転化、前年対比では約800億ドル黒字化している（90年、流出超436億ドル→91年、流入超366億ドル）が、そのうち6割程度は対内外証券投資の流入増が寄与したことになる（その他の要因としては、対外直接投資の流出超幅縮小が2割方、対外借款の流出超幅縮小が1割方寄与、前掲図表2）。

ここでわが国を巡る国際的な資本フローにつきやや長い目でみると、最近の特徴として以下の諸点を指摘することができよう（前掲図表1）。

- ①80年代後半を通じ経常収支の黒字を上回る大幅な赤字基調が定着していた長期資本収

支が、90年ころから急速に黒字化（90年は赤字幅急減、91年は黒字転化）したこと。

- ②87年以降大幅な黒字を示してきた短期資本収支が、91年に一転して大幅な赤字となったこと。

- ③長期資本収支の赤字にほぼ見合うかたちで悪化を続けていた金融勘定の為銀部門対外短期ポジションが、90年以降好転に転じ、とくに91年は900億ドル台の未曾有の好転を示したこと。

このうち、②の短期資本収支の最も大きな変動要因は本邦企業による短期のユーロ円インパクト・ローンの取入れ・返済であり、その原資の大宗が邦銀の本店からの円資金送金に依存していることを勘案すれば、実質的には国内円資金の循環にほかならない。一方、③の為銀部門の対外短期ポジションは、銀行部門を通ずる短期資本の流れをバランス・シートの資産・負債の動きとして示したもので、その好転（悪化）は、銀行部門の短期資本流出（流入）を意味している。したがって、上記の動きを整理すれば、80年代後半は長期資本収支の大幅赤字と金融部門の短期資本収支の大幅黒字が共存し、90年代に入ってこれが逆転したということになる（注9）。

（注9）このように、一国の資本輸出という問題を考える場合には、長期資本収支だけでなく、金融部門を含む広義の短期資本収支の動きを併せてみる必要があり、長期資本収支の黒字化は、世界に対するネットの貯蓄供給という意味でのわが国の資本輸出（＝経常収支の黒字）の規模には何ら影響しない。なお、他国の状況をみると、例えば、91年中のドイツの国際収支は、東西統一の復興関連需要の増加に伴い経常収支がそれまでの黒字から赤字に転化している一方、過去数年ユーロ市場への大量の資金放出を背景として赤字を継続してきた短期資本収支（金融部門の動きを含む）が、黒字（すなわち資金の取入れ超）に転じている。これについては、わが国の経常収支の黒字（＝貯蓄超過）が、ユーロ市場を経由し間接的に統一ドイツの貯蓄不足をファイナンスしたとみる事が可能である。

こうした資本収支面での変化も、達観すればこの間のわが国の金融経済の基本的な流れを反映したものである。すなわち、80年代後半の動きは、以下のような要因が複合したものと考えられる。

①80年代前半までにほぼ完了した各種对外投资の規制緩和・自由化を背景に、プラザ合意以降の急速な円高、金融緩和の中で居住者による対外資産の積上げが活発化したこと（対外証券投資、直接投資の赤字急増）。

②この間、本邦の株価や地価の高騰（いわゆる「バブル」現象）が上記居住者の対外資産積上げの一因となったが、このうちとくに株価の高騰については、円高の進行とも相まって非居住者の株式売却を促し、わが国経済が良好なパフォーマンスを示す中にあっても海外投資家の対日証券投資姿勢を消極化させる役割を果たしていたこと（対内株式投資の売越し基調）。

③東京オフショア市場の開設、各種ユーロ円取引の自由化等を背景に、本邦為銀の国際業務拡大テンポが一段と加速し、「短期調達・長期運用」のミスマッチ・ポジションが拡大したこと（金融勘定の悪化、為銀による中長期現地貸および債券投資の増加）。

こうした要因は90年以降いずれも大きく変化している。すなわち、

①規制緩和要因による対外資産の急速な積上げは、生保の外債投資にみられるように、対外資産がバランス・シートの一定割合に達したことによってほぼ一巡した。

②株価を中心とするバブルの修正に伴い、本稿の1.（1）で記したように非居住者の対内株式投資が急増したほか、対米不動産投資を中心に対外直接投資が縮小した。

③為銀国際部門の拡大テンポは、自己資本比率・収益重視路線への転換や海外不動産市況の悪化に伴い大幅に修正され、ミスマッチ・ポジションの整理が急速に進行した。

以上のような基本的な要因に加え、91年中については、既に述べたように内外の金利・為替動向が対内外証券投資の振幅をより大きくしたとみられる。さらに最近内外資本移動が活発化し、資本取引の内容も多様化、高度化していることにより、これらが国際収支統計に影響を与えている面も否定できない。とくに91年の長期資本収支については、こうした影響が大きかったと考えられるので、これらにつき〔付論〕において解説を加えることとしたい。

おわりに

91年中の対内外証券投資はかつてない大幅な変動を示したが、その背景には、既に述べたように80年代後半以降わが国の資本フローを左右してきた金融経済環境を巡る大きな変化があったと考えられる。この間、わが国の経常黒字は91年中726億ドルに達し、統一ドイツの経常黒字が消滅したことにより、わが国は世界で唯一の巨額の純資本輸出国となった。今後を展望すると、91年中の経常収支の黒字拡大には一時的、特殊な要因が大きく影響していることから、経常黒字がこれまでの

ようなテンポで拡大するとは考えられないものの、これが急速に消滅することも見通し難く、原油情勢等に大きな変化がない限り、わが国経済がある程度の経常黒字を抱え、資本輸出国としての役割を継続する可能性が高いと考えるべきであろう。主要先進国間の貿易摩擦・保護主義を回避しつつ、旧ソ連・東欧

の経済改革等に伴う世界的な資金不足（貯蓄不足）問題に対処することが世界経済の当面する喫緊の課題であり、そうした観点からわが国の経常収支、資本収支の動向に関する国際的な関心は今後とも一段と高まっていくものと思われる。

内外の資本移動が活発化し、その取引内容も多様化、複雑化していることから、現行の国際収支統計、とくに長期資本収支にさまざまな影響が及んでいる。これについては本文中にも一部言及しているが、いま一度整理してみると以下のとおり。

（１）証券投資の長短区分（統計上は証券の原契約期間）

中長期証券投資の中には、売買益を狙っての短期ディーリングが相当含まれており、これが長期資本収支の月々の振れを大きくしているほか、非居住者による本邦TBやユーロ円預金等短期円資産からディーリング狙いの長期国債や債券先物を利用した裁定取引への乗換えについては、いずれも実質的な短期の円資産運用であるが、ユーロ円預金やTB取引は金融勘定に計上される一方、裁定取引に伴う現物買いも含めて長期債の取得はすべて長期資本収支の流入超にカウントされる（図表10中（a））。

（２）資本収支に計上されない為銀部門の短期資本の動き

近年為銀は、国際部門についても自らの判断に基づき、例えばユーロ市場から短期資金を調達し中長期現地貸しや対外証券投資を行うといった長短ポジション操作を、金融経済情勢の変化にあわせ従来に比べより能動的か

つ機動的に実行するようになってきており、このため中長期の資金フローをbelow the lineの金融勘定の動きとあわせて把握することが一段と重要になってきている（図表10中（b））。

（３）本邦企業の外債発行

本邦企業の外債発行については、発行時点では外国資本の流入として長期資本収支の黒字要因となるが、そのかなりの部分が最終的に本邦投資家により購入されており、当該購入分は対外債券投資の取得増として計上され、本邦資本の流出（長期資本収支の赤字）となるため、長期資本収支が資産・負債の両建てで膨らんでいることになる（図表10中（c））。

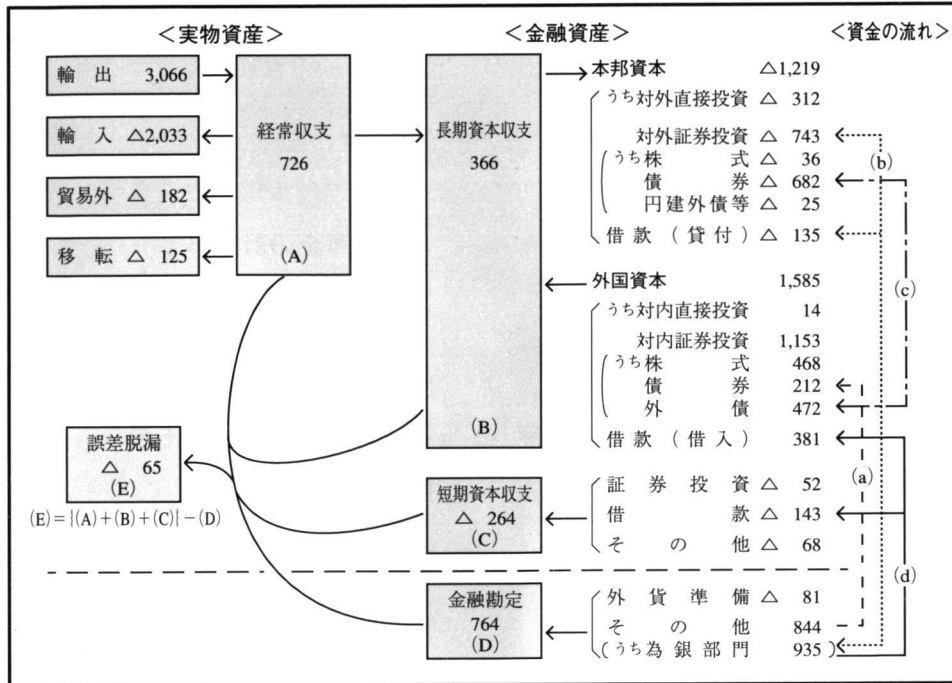
（４）ユーロ円インパクト・ローンの取扱い

本邦企業が海外から取入れるユーロ円インパクト・ローンの多くは邦銀の海外支店から供与されており、その原資の大宗は、本支店勘定を通じ国内（本店）から当該海外支店に送金されている。したがって、実質的にはほとんど居住者間の取引であるにもかかわらず、ユーロ円インパクト・ローンの取入れ（返済）はその期間に応じ短期資本収支および長期資本収支のそれぞれ借款（外国資本）に、その裏側にある本支店勘定による為銀部門の資本流出（流入）は金融勘定に両建てで計上されている。このため、中長期ユーロ円インパクト・ローンの取入れが増加すると、その分長期資本の流入がかさ上げされることになる（図表10中（d））。

(図表10)

国際収支統計における資本フロー上の留意点

(計数は91年中<単位 億ドル>)



(注) 資本収支の△は、資本の流出（資産の増加および負債の減少）を示す。金融勘定の△は、対外ポジションの悪化（資産の減少および負債の増加）を示す。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

91年中の長期資本収支において、外国資本の借款は流入超381億ドル（前年、同391億ドル）となっているが、このほとんどが中長期ユーロ円インパクト・ローンの取入れ増とみられる。こうしたユーロ円インパ

クト・ローンの動きは、外貨調達先による外債投資と同様為替需給に直接影響しない取引と考えられるが、このような取引により資本収支が大きく左右されるようになってきている点には留意する必要がある。

(国際局)